

对债转股中市场力量的多维思考

●杨志勇

(厦门大学财政金融系,厦门市 361005)

摘 要：市场取向的改革决定了债转股目标的实现，必须借助市场力量。资产管理公司(AMC)运作过程中，无论是在“进入”还是“退出”债转股企业都需要市场力量的支持。更重要的是，在债转股中，AMC 必须运用“搭便车”策略，借助民间资本的市场力量作用，从战略高度上推动债转股的进行。

关键词：债转股 资产管理公司 市场力量 搭便车

市场取向改革决定了市场力量可以促进债转股目标的实现。在现实中，又该如何发挥市场力量的作用呢？本文将对此进行多维思考。

一、债转股目标的实现需要借助市场力量

改革经验表明，市场力量在促进经济效率提高上可以发挥更为积极的作用。这正是本文对债转股中市

场力量作用思考的出发点。

债转股的顺利推行，一则可以消除银行积蓄的大量不良资产给金融体系带来的潜在风险；二则有望将企业从沉重的债务负担中解脱出来。这样，大量不良资产从银行转移出去，银行的不良资产比率和风险也会随之下降，债转股企业由于解除了沉重的利息包袱，拥有了更多的资金，拥有了摆脱困境的机会。

债转股中的不良资产本身就代表着资产价值的部

作者简介 杨志勇(1973-)，经济学博士，厦门大学财政金融系教师。

分丧失,因此在现实中不可能做到百分之百地回收资产帐面价值,AMC 在操作过程中必然要付出代价,这种成本是整个社会为了金融和社会稳定所付出的代价。这样,债转股中 AMC 的经营目的就转换为在整个社会的可承受损失范围之内,最大限度地回收银行不良资产的价值。面对较大规模的银行不良资产,如果政府能为债转股中不能回收的资产充分注资的话,只要依靠政府自身力量就可以解决银行不良资产问题。但我国财政面临的困境决定了不可能完全借助政府的力量做到这一点。由于政府无法提供所有的债转股资金,而 AMC 必须持续运转,故债转股之后,需要灵活运用各种经营手段(主要是投资银行业务手段),对不良资产进行综合清理,最大限度地使资产在动态经营过程中增值,回收更多资金,保证债转股的连续进行。

AMC 的经营过程,必须借助市场的力量,才能有效地提高经营效率;政府对 AMC 经营业绩的考核,也需要市场力量的支持。AMC 面对众多的债转股企业,如果还用行政手段管理企业,那么债转股企业的效益将是很难改善的,也就是说,AMC 所持有的企业股份价值也难以增值。这一点也为计划经济被市场经济所取代的实践所证明。因此必须借助市场力量,债转股才有可能得到持续进行。

债转股的顺利推进,还碰到一个如何监督作为进行债转股的重要主体 AMC 的经营业绩问题。由于 AMC 做的是“赔本”生意,要想直接评价其业绩存在较大的难度,政府唯有最大程度地借助市场力量,约束其经营行为,使得 AMC 按照政府的要求推动债转股的进行。由于市场可以提供企业债转股后的经营业绩,这些可以成为政府评价 AMC 业绩提供了充分信息(利润、股息、市场占有率等)。政府可以将这些信息与同类企业(不一定是债转股企业)进行比较,监督债转股过程。

二、资产管理公司运作中市场力量的作用

资产管理公司在经营运作中也必须借助市场力

量才能提升经营业绩。AMC 对债转股企业有一个“进入”与“退出”的过程,这一过程只有在市场力量的支撑下才能得到有效进行。若 AMC 对于债转股企业事必躬亲,则无异于给企业增添一个“新婆婆”,原先国有企业所遭受的行政干预的弊端势必依存,甚至增强。从这个角度考虑,AMC 必须尊重市场规律,引入市场力量,参与企业的管理;同市场经济条件下一般股东一样借助市场力量,约束企业的经营管理。

AMC 应按照市场机制的要求,“进入”债转股企业时应主要通过参与企业的治理结构的调整来发挥作用。债转股企业在经营上所出现的问题,不仅仅是债务过重的问题,它实际上是一种“注资不足综合症”的体现。注资不足综合症的治理,往往不是简单地做些财务转换就能够解决的。债转股要依靠综合药方,特别是法人治理结构的调整。AMC 此时实际上从事的是投资银行业务。AMC 要促进债转股企业的改制,通过介入企业董事会实现企业的有效管理,但由 AMC 的金融企业身份所决定,它不宜也没有能力过多地参与企业的经营管理。因此,它对董事会的参与只宜以决策咨询型为主。这是因为,AMC 作为金融企业,无法掌握众多的外部专业知识,而且我国的经济秩序也决定了 AMC 必须这样做。我国不像美国,有着较为规范的中介机构和市场体系,因此,AMC 不可能像美国的 RTC 那样雇佣众多的外部专业机构与人才。这必然会限制 AMC 的经营方式,但 AMC 可以按照市场机制的要求,参与董事会,否则不足以给债转股企业压力。这并非要 AMC 直接参与企业管理,而是要 AMC 以决策咨询型的董事身份介入企业治理结构的改善,给经营者以压力。AMC 甚至可以以聘请外部董事的形式介入公司,避免 AMC 机构庞杂,提高运作效率,同时给债转股企业经理层以约束力。从市场经济国家企业治理结构的演进来看,董事会大致可以分为三种类型,即法规型董事会、咨询决策型董事会和社团型董事会。法规型董事会由于是按照法律的规定成立的董事会,它有名无实,董事会不能给企业以有力的约束。社团

型董事会建立在股权高度分散以及董事会成员制衡的前提下,与债转股后 AMC 往往是企业的大股东情况不符,因此不宜推行。再加上若推行此类的董事会制度,AMC 要将大量精力投入那么多的企业,缺乏可行性。而决策咨询型可以通过投资、法律、金融等方面专家的介入,评价企业的经营绩效,间接约束企业经营行为。同时,AMC 还可以借助正在形成的经理市场和各种中介服务市场对债转股企业进行监督。

AMC 对债转股企业的持股,只是为了更多地回收资产价值,而非长期持股,因此,AMC 还面临着从债转股企业“退出”的问题。AMC “退出”债转股企业时,也必须运用市场力量,通过公开公平公正的做法退出企业。受当前我国金融市场发展状况的影响,市场可能无法直接给出 AMC 欲出售的股份价格,因此 AMC 在这种市场残缺的前提下,必须通过培育市场,从而借助市场力量实现回收价值的最大化。在此条件下,AMC 若只是通过“一对一”或在其他较小范围内通过协商就将股份出售,就可能导致这些资产价值未能实现最大化目标。因此,AMC 必须运用招投标等市场化做法,在最大范围内为股份寻找尽可能多的买家,从而以较为合理的价位出售,在特定时期实现不良资产回收价值的最大化。部分债转股企业可能是上市公司或部分企业在债转股后可公开上市,则可较方便地以合理价格出售所持股份。这是一个充分利用已有市场的问题。无论 AMC 面临的是什么样的市场,都要把握好“退出”时机。

三、搭便车策略 运用市场力量进行债转股的制胜之道

债转股过程中 AMC 在具体处理“进入”与“退出”问题时还应采用搭便车策略,为债转股企业股份以较好价位出售打下坚实的基础,这是 AMC 借助非国有经济较好的经营绩效运用市场力量进行债转股的制胜之道。

AMC 作为金融机构,要处理那么多的不良资产,管理上有着天然的局限性,不能希望通过 AMC 的直

接经营,提升所持股份价值。故 AMC 应该借助市场力量,选择适当的策略,才能以较低的成本完成债转股目标。

近年来的改革实践表明,仅靠注资难以提高国有经济的经营绩效。债转股是对银企之间不良债权债务问题的清理,可以在某种程度上减轻国有企业的负担,但无法根除国有企业自身存在的问题。AMC 与国家正常运转的国有企业监管任务相似,需要面对那么多的国有企业,监管力量是有限的。与其他债转股国家相比,也可以看出我国的 AMC 经营时所面临的困难,例如,波兰的 15 个投资基金只管 512 家企业,而我国的 4 家 AMC 要管的企业数量远超此数。因此 AMC 的客观环境要求选择不同于其他国家的做法。我们大致可以这样对此进行推理:如果 AMC 可以管理如此多的拥有不良银行债务的企业,那么国家自身就可以做到这一点,甚至可以说就没有必要改革计划经济了。但这不是对债转股没有信心,只要选择的策略对头,仍可取得较大的成功。

AMC 的资金困境决定了不能沿用在最短的时间内出售债转股企业股份的策略。AMC 需要将股份卖掉,但要有一个合适价位。对不良资产价值的回收,应有一个动态的眼光。AMC 一开始将部分不良资产以较低价格出售给非国有经济部门,只要出售方式符合公开公平公正的要求,售价就反映了不良资产的价值,即使它的价格较低,也不是国有资产流失。况且最初低价出售部分股份也是为了吸引非国有经济力量参与债转股。也只有这样,债转股企业才可以借助非国有经济部门产权多元化的市场力量,取得较好的经营绩效,推动整体股份价值的提升,达到整体增值的目的。当债转股企业股份价值升至一定程度时 AMC 再将股份分批卖掉,回收资金。显然,此时选择的多次出售法比一次法更优。这种借助非国有经济部门市场力量的搭便车策略也可以从我国改革的实践那里得到证明。改革以来,非国有经济部门在经济增长中的贡献率远远高于国有经济部门,国民经济的增长在很大程度上是

非国有经济增长的结果。

我们可以假设若直接将债转股后 AMC 所持有的股份全部转让给非国有经济部门,显然只能回收较少的资金,这是由不良资产的“本性”所决定的,从整体上说也与债转股的目标相悖。再者,这将忽略民间资本市场力量在债转股中的发挥作用,因此是不可取的。考虑到 AMC 有限的经营能力决定了通过直接经营无法取得由非国有经济部门通过市场化的手段经营相比拟的业绩。因此,债转股的最好策略是 AMC 不要一下子就将所有股份售予非国有经济部门,但可考虑先出售一小部分,再等经营业绩转好之后再把剩余股份出售,采取搭便车策略的做法。这样做除了上述收益外,AMC 还可以因之减少企业经营的监督成本。

搭便车策略与国有经济的战略性重组目标是一致的,符合改革的整体要求。AMC 最初可能以较低价格出售部分股份,以及国有经济通过出售股份退出的一些领域本身就是民间资本愿意进入的,但苦于缺少机会未能进入的。这都可激励民间资本介入债转股。所以这一改革策略具有可操作性。

四、结束语

债转股存在大量的信息不对称问题。对此,AMC 可以选择自己直接寻找信息的做法,也可以对产权制度作出重新安排,通过市场解决信息的不对称分布给 AMC 的经营带来的问题。采取后者可以从组织试验理论那里得到证明。组织试验理论认为,市场制度的功

能不是让所有人都分享所有信息;市场制度会促进专业化造成的信息不对称,因而使得人们不需要知识(其他专业知识),却能享受所有部门的产品。因此市场的功能在于,当人们只知道整个社会的信息的极少部分时,人们却能充分利用这部分信息的集合。AMC 与企业的信息不对称问题,不在于要 AMC 去全面了解企业,而在于要通过一定的产权制度安排,让市场力量来解决这一问题。这就是引入非国有经济的力量。由于非国有经济牵涉面小,可以对企业投入较多的时间和精力,因此这种信息不对称问题在很大程度上可以由这些主体引入的市场力量而得到解决,债转股也将因选择了这一策略获得成功。

参考文献

1. 林毅夫等,1997:《充分信息与国有企业改革》,上海,上海三联书店和上海人民出版社。
2. 肖耿,1997:《产权与中国的经济改革》,北京,中国社会科学出版社。
3. 杨小凯,1997:“组织创新”的新经济理论”,载《当代经济学与中国经济》,128-135页,北京,中国社会科学出版社。
4. 张永军、李振仲,2000:《通货紧缩的理论与现实》,北京,中国经济出版社。
5. 周小川,1999:“关于债转股的几个问题”,1-9页,《经济社会体制比较》,第6期。